

2014年10月30日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
手机/微信：13751190552 tanq@ghzq.com.cn
联系人：李恩国
手机/微信：18810808255 lieg@ghzq.com.cn

三季度报业绩符合预期，看好非国网系优质公司发展潜力

——四方股份（601126）三季度报点评

事件：

公司前三季度盈利 1.73 亿，同比下降 3.8%；前三季度收入 20.31 亿元，同比增长 7.89%。

主要观点：

- **三季度报业绩符合预期，公司受益特高压建设、配网建设，受益电力体制改革，受益电网垄断地位削弱** 公司前三季度盈利 1.73 亿，同比下降 3.8%；前三季度收入 20.31 亿元，同比增长 7.89%，符合预期。2014 年前三季度利润下降幅度比 2014 年上半年收窄，我们认为随着电网投资的恢复、网外业务的增长，2014 年全年利润与去年持平。公司将受益特高压建设，受益配网建设，公司作为电网外的民营企业，受益电力体制改革及配网放开，受益电网垄断地位削弱。
- **四方股份是国网系统外的电力设备龙头** 2013 年，公司中标保护类设备套数占招标总套数的 17.24%，稳居前三。2014 年上半年，在电力自动化设备招标中，总中标量在国网排名第二、在南网排名第一，行业总排名第二。在世界上第一个交直流并联多端柔性直流输电工程-南澳多端柔性直流示范工程中，公司参与了控制保护系统的研究与开发工作，攻克了控制保护系统中的多个关键技术问题。公司承担过哈郑特高压工程核心一次设备、多个特高压工程二次设备、多个 500KV 工程设备的生产。当前国内特高压直流换流阀仅 3 家供货单位、特高压直流控制保护仅 2 家供货单位，除中国西电，均属国网旗下，而公司是南瑞继保和许继电气之外，唯一具有跨区联网超高压工程直流控制保护设备业绩的供应商，具备特高压直流控制保护供货能力，技术实力雄厚。今年上半年，ABB 四方公司中标南网 500kv 换流阀，800kv 直流换流阀通过能源局、国网公司、南网公司、中电联技术鉴定，具备特高压直流换流阀供货能力。
- **电网建设投资稳步增加，特高压建设驶入快车道，四方股份有望突破性中标** 2014 年 1-8 月，全国电网投资 2296 亿元，同比增长 2.68%；而 2014 年上半年，电网投资同比下降 0.6%。随着审计结束和跨区电网、配电网的推进，2014 年电网建设投资仍将稳定增加。今年保守估计开工三交一直共四个特高压，今年两年保守合计将开工四交六直，其中八个特高压已开始物资招标或完成勘察设计采购，超过过去多年总和，此部分工程均于 2017 年底前建成。另外，国网规划 2018 年建成另外“五交五直”共 10 条特高压。在反腐、国网垄断地位削弱、国网系统公司产能不足的大背景下，公司有望中标特高压换流阀、控制保护设备，有望继续中标多种一、二次设备，大幅提升特高压工程收入，大幅提升 2016 年及以后的利润。
- **配网工程迎来快速发展，四方股份是配网自动化龙头，受益电力体制改革** 国务院、能源局、国网公司均明

确加强配电网建设，推进电网智能化。国网公司年初明确，2014年配网投资达到1614亿元。新的电改方案提出，放开配电侧，允许社会资本进入配电网，对公司的短期和长远发展均有积极影响。在电网垄断地位不断削弱的背景下，四方股份作为实力雄厚的电网外电力设备龙头，将持续受益。2014年，国网完成配网自动化首次集中招标，四方股份是国网系统外唯一中标配电主站的公司，且中标数个配电终端标包，技术得到国网认可，未来将大幅受益。

- **电力电子、电厂自动化、国际业务等电网外市场保持快速增长** 近年来，公司收入、利润稳步增长，2013年，营业收入同比增长29.97%，净利润同比增长25.76%。公司网外业务保持快速增长，收入占比从2012年的20%左右提升至当前的30%左右，公司在电力电子、电厂自动化方面已进入国内第一梯队。2014年上半年，公司第二大业务电力电子产品、第三大业务发电厂自动化系统，以及轨道交通自动化系统、配网自动化系统，增长率均在30%以上。公司不断拓展网外业务，为钢铁、煤炭、航空等多个行业提供可靠用电的保障方案，为多个行业公司提供直流电源项目、高频感应加热电源项目，上半年在工业领域、SVG无功补偿系统、火电厂自动化、水电机组保护、光伏风电等多个方面实现突破性中标，有力保证了今年及明年的收入，工业领域、水电火电自动化、新能源市场的开拓也打开了明后年及以后的增长空间。随着各行业自动化的提升、安全用电要求的提升，随着火电、水电、新能源的发展，随着中国高铁技术及特高压电网走向世界，公司网外业务将继续保持快速增长。
- **盈利预测与评级** 预计公司2014-2016年EPS分别为0.91元、1.14元、1.56元，对应估值分别为20倍、16倍、11倍。公司正步入特高压、配网建设加速和网外业务高速增长阶段，估值将有所提升，给予“买入”评级。
- **风险提示** 特高压、配网建设低于预期；电网反腐进一步深化，结束时间尚不明确；特高压换流阀及直流控制保护不达预期；竞争加剧导致利润率下滑

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	3053	3240	3915	5334
增长率(%)	30%	6%	21%	36%
归母净利润(百万元)	371	370	462	634
增长率(%)	26%	0%	25%	37%
摊薄每股收益(元)	0.91	0.91	1.14	1.56
ROE(%)	11.59%	10.70%	12.19%	14.93%

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 601126.sh 股票价格: 17.81 投资评级: 买入 日期: 2014/10/29

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	11%	12%	15%	EPS	0.91	0.91	1.14	1.56
毛利率	40%	40%	40%	40%	BVPS	7.84	8.49	9.31	10.42
期间费率	31%	30%	30%	29%	估值				
销售净利率	12%	11%	12%	12%	P/E	19.54	19.55	15.66	11.42
成长能力					P/B	2.27	2.10	1.91	1.71
收入增长率	30%	6%	21%	36%	P/S	2.37	2.24	1.85	1.36
利润增长率	26%	0%	25%	37%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.65	0.63	0.68	0.78	营业收入	3053	3240	3915	5334
应收账款周转率	1.33	1.30	1.35	1.46	营业成本	1817	1945	2355	3186
存货周转率	2.55	2.53	2.94	2.72	营业税金及附加	31	32	39	53
偿债能力					销售费用	455	470	548	747
资产负债率	32%	32%	34%	38%	管理费用	458	486	568	747
流动比	2.63	2.57	2.53	2.39	财务费用	(4)	(0)	4	11
速动比	2.14	2.08	2.09	1.90	其他费用/(-收入)	17	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	313	307	401	590
现金及现金等价物	682	716	853	761	营业外净收支	115	121	134	144
应收款项	2299	2485	2896	3653	利润总额	427	428	535	734
存货净额	712	780	813	1189	所得税费用	57	57	72	100
其他流动资产	82	87	106	144	净利润	371	370	462	634
流动资产合计	3775	4069	4668	5748	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	288	299	370	408	归属于母公司净利润	371	370	462	634
在建工程	38	100	80	30					
无形资产及其他	258	293	280	266	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
长期股权投资	106	116	126	136	经营活动现金流	(62)	267	290	57
资产总计	4709	5122	5768	6832	净利润	371	370	462	634
短期借款	50	80	100	120	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	831	931	1115	1527	折旧摊销	76	39	45	55
预收帐款	275	291	352	480	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	278	278	278	278	营运资金变动	(508)	(142)	(217)	(633)
流动负债合计	1434	1581	1845	2405	投资活动现金流	118	(84)	(60)	1
长期借款及应付债券	0	0	50	100	资本支出	(36)	(74)	(50)	11
其他长期负债	79	79	79	79	长期投资	(54)	(10)	(10)	(10)
长期负债合计	79	79	129	179	其他	207	0	0	0
负债合计	1512	1660	1974	2583	筹资活动现金流	(22)	(75)	(61)	(110)
股本	407	407	407	407	债务融资	(40)	30	70	70
股东权益	3197	3463	3794	4248	权益融资	10	0	0	0
负债和股东权益总计	4709	5122	5768	6831	其它	8	(105)	(131)	(180)
					现金净增加额	34	108	169	(52)

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。